

□ 周兴河

## 提高利率政策有效性研究

利率是一国经济的调节杠杆,历来为各国政府所重视。在我国,建设社会主义市场经济体制的宏伟目标客观上要求政府能够运用利率杠杆有效地调节国民经济运行。从目前来看,我国对这一杠杆运用得并不成功,利率政策基本上没有起到有效调节经济运行的作用,如何提高利率政策有效性是当前经济生活中的一大难题。根据我国现实,本文从银行信用(广义概念)角度、立足于利率对微观经济主体货币需求(主要是企业的货币需求)的影响,探讨提高我国利率政策有效性的对策措施。

### 一、对当前利率政策有效性的基本判断

利率政策是一种需求管理政策,它通过影响微观经济主体(消费者、企业、政府以及国外的经济主体)的需求进而影响总需求(包含消费需求、投资需求、政府支出和净出口四个方面)与总供给之间的关系来调节经济运行。利率政策有效无效,主要是指利率及其变动对微观经济主体(企业、消费者、政府等)有没有影响、有多大程度的影响,影响大则有效,影响小或者无影响则无效。

一般而言,在我国,消费需求受利率的影响是较充分的(消费需求主要取决于收入而不是利率,但利率对它的影响在我国是充分的),政府支出一般不受利率高低的影响,净出口则取决于国内外利率水平、消费者偏好等多种因素,这三者均不在本文讨论之列;这里所谓利率政策有效性,是针对企业投资需求(更一般地是企业货币需求)受利率的影响程度而言的,即专指利率政策对企业的有效性。

要判断当前利率政策对企业的有效性,必须立足于一个基本前提——我国信贷资金分配在很大程度上不是根据价格(利率)高低而是根据政府的特定偏好来进行的(近年来这种情形并无实质性变化),也就是说要首先考虑信贷可得性,然后才能判断利率政策有效性。对于那些没有可能从金融机构取得信贷的潜在借款人来说,利率高低都是无所谓的,也无从判断利率政策对他们的影响;只有对那些有可能从金融机构取得信贷的潜在借款人才能进行利率政策有效性判断。按所有制划分,这些具有信贷可得性的借款人可分为国有企业、集体企业、个体和私营企业、以及外资企业几类。大体说来,利率政策对个体和私营企业、外资企业影响相对较大,对集体企业的影响次之,对国有企业的影响最弱(基本上没有什么影响),由于信贷主要是投向国有企业的(约占银行信贷的70%),因此,从整体上说,我国利率的水平及其变动对于调节企业货币需求进而调节社会总需求而言,作用不大。而且,从我国的现实状况来看,对货币需求的调节主要是依靠信贷规模而不是利率政策来进行的。

基于上述分析,我们可以得到一个基本判断:现阶段我国利率政策基本上是无效的(以下简称利率政策失效);由于同样的原因,我们把国有企业作为主要分析对象,这并不表明其他企业不存在类似问题,只是它们不具有典型性和代表性。

## 二、利率政策失效的原因分析

利率政策之所以失效,主要由于两方面的原因<sup>①</sup>:一是缺乏微观基础,二是利率管理体制僵化。试简要分析如下。

1. 缺乏利率机制发挥作用的微观基础。利率调控经济的一般原理是通过利率变动引起微观主体需求(这里主要考虑企业投资需求)变动和总需求变动,最终影响价格水平和产出水平。这里暗含的前提是企业具有硬性预算约束,能够真正自负盈亏,其投资需求的利率弹性大。所谓真正自负盈亏,是指企业不仅能享有盈利,也要独自承担经营亏损和破产的风险,表现在借贷上就是:借款企业不仅要到期归还本金、支付利息和其他费用等有形成本,还应承担财务状况恶化或破产等无形成本支出。

在我国,企业、特别是国有企业存在明显的激励、约束不对称,企业在很大程度上只能负盈,不能负亏,更不能破产(亏了有补贴有贷款支持,付不起利息也可以用贷款支付,破产更有国家兜着,风险总能转嫁出去),事实上既没有完全承担利息等有形成本,更没有承担财务状况恶化、破产等无形成本支出,在这种情况下,企业投资需求在很大程度上不是基于成本——收益计算也没必要计算成本——收益,而是基于长官意志、甚至是企业领导者个人私利等,其利率弹性很小,利率的变动难以有效地约束企业过度的投资需求。

问题并不仅止于此,国有企业的预算约束软化相反地刺激了许多非经济的货币需求。只要企业不完全承担亏损和破产的风险,企业就可以搞收入超分配而把资金缺口留给银行来弥补,就可以用信贷资金搞集体福利,就可以用信贷资金进行直接支付(如上缴利税、支付利息,支付社会性项目、甚至直接支付给职工个人)等,所有这些都是与信贷资金的生产性、增值性要求极不相容的。其结果:一是国有资产不断流失,其中一部分流向个人,一部分流向其他所有制经济;二是信贷资金收入化、财政化倾向日益严重,在信贷资金没有产生有效供给的情况下社会总需求却不断膨胀,通货膨胀难以有效抑制;三是很多企业自身“造血”功能不足,加之“失血”严重,企业对银行资金需求旺盛,银行信贷怎么“输血”也无力回天,这些企业借贷有道而还贷无门,造成银行不良资产直线上升,银企债务危机也无法解决;四是信贷资金收入化的一部分转化为现实的消费需求,另一部分存入银行转化为居民储蓄,居民储蓄存款近年来一直以每年几千个亿的速度超常增长,银行对居民的硬负债越积越多,银行“软资产硬负债”的矛盾日益突出。这种情况如得不到有效控制,难免有一天会引发信用崩溃和严重的社会问题。

2. 利率管理体制僵化。实际经济生活并不严格按某种固定轨迹运行,它存在很多随机性扰动。利率要有效调节经济,它自身应该必须有相当的灵活性,能够根据经济运行的动态作出灵敏的反应。但在我国,利率是由政府当局直接规定和直接调整的,其他任何机构都无权决定和擅自改变(由于讨论的主要是银行信用,我们更主要地关注间接融资的利率)。虽然改革开放以来,我们对利率管理体制进行了多方面的改革,但现行利率管理体制仍然是比较僵化的,主要表现在以下几方面:

(1)从利率的形成来看,我国的利率并不是象马克思所描述的那样由借贷资本市场上作为借者的总体与作为贷者的总体之间的对立即由借贷资本的供求所决定的,它是由政府直接规

定的。政府不仅规定了利率的总体水平,而且还详细规定了各种利率的具体水准(即规定了利率结构),各金融机构必须严格执行政府统一的指令性利率,不得违反,由于利率水平被人为地压得很低,而且在有限的浮动权内,各金融机构、特别是基层金融机构就无法根据市场供求和资金稀缺程度以及具体借贷项目特定的风险水平确定特定借贷的利率,这种行政性规定的利率水平和结构也就无法反映经济生活的实际。

(2)从利率的调整来看,利率作为调节经济的杠杆应随借贷资本的供求灵活变动,但在我国,利率的调整需经国务院、国家计委、中国人民银行、财政部四方协商同意后才能进行,由于有关方面在认识上更多地注重利率的利益分配功能而不是其经济调节功能,这种协商在反复的讨价还价中难于达成一致,即使勉强达成一致,出台的利率调整方案也往往错过了适宜的时机,如果考虑到利率政策的外部时滞,我国的利率调整更是明显滞后;从实践上看,近年的各次利率调整无不证实这一判断。

(3)以上两点是对间接融资利率而言的。从作用范围来看,现行利率管理体制主要影响间接融资领域,而对直接融资、特别是民间借贷基本上没什么影响(直接融资利率是随行就市的),并且往往由于这种一紧一松的区别管理而造成直接融资利率的非规范变动,股票、债券、集资利率往往高出同期银行存款利率的好几倍,民间借贷利率更是高得离谱,这种混乱的利率结构对于正确引导资金流向和资源配置是极其不利的,相反,它使产业结构失衡问题更加突出。

根据上述分析,现行利率管理体制既丧失了利率作为经济杠杆所应有的灵活性,又在客观上推动产业结构失衡,显然它是难以有效调节经济运行的。这也是造成当前我国利率政策无效的一个重要原因。

### 三、提高利率政策有效性的对策研究

#### (一)对策分析

上文分析了目前我国利率政策无效的两个主要原因。在这两种原因中,应该说,微观基础的缺乏是最根本的。因为,只有在微观主体具有硬化预算约束条件下,利率才能对微观经济主体的行为产生影响;在利率对微观主体行为有影响的前提条件下,利率才能对经济生活产生调节作用,进一步才谈得上效果大小的问题。一般而言,微观主体预算约束越硬,利率对它们的影响越大,利率对经济的调节作用就越大;相反,假定微观主体全无约束,利率的高低对它们根本没有影响,也就谈不上调节,更谈不上有效调节。因而,要提高利率政策有效性,根本的措施是强化微观经济主体的预算约束,重建利率机制的微观基础。

微观基础缺乏表现为利率弹性低,联系到我国信贷配给的资金管理体制,要提高利率弹性,可以从两方面入手:一是提高那些具有信贷可得性的企业的利率弹性,关键是使其真正做到自负盈亏;二是赋予那些具有较高利率弹性的企业以更多的信贷可得性,使它们能够竞争性地取得信贷资源。这两方面,前者涉及企业制度改革,后者涉及信贷资金管理体制改革,两者都涉及政府干预问题,取决于政府的成本——收益比较。

当然,利率管理体制自身也须进行改革,以便在微观基础重建的过程中能更好地运用利率政策调节经济并为向间接调控方式过渡作必要的准备。

#### (二)提高利率政策有效性的若干对策

1. 硬化企业预算约束,使其真正做到自负盈亏。在这里,首先应对企业自负盈亏的内涵

进行界定。从道理上讲,只有当企业达到破产边界以后(包括企业整顿和企业破产清算),债权人和投资者才可能为企业承担损失,在这时,企业已行将退出市场或已经退出市场;在企业尚未达到破产边界以前,企业应以其所拥有的财产自行承担经营亏损及相应的债务责任,这才是“企业自负盈亏”的真正涵义。只有这样才能对企业造成外在压力,才能硬化企业预算约束,才能达到建立现代企业制度的“产权清晰、权责明确”的要求,也才能为包括利率政策在内的宏观调控政策奠定微观经济基础。对于企业改革、特别是国有企业转机建制,很多同志从化解企业不良债务、减轻企业负担、增补企业资本甚至企业治理结构完善等多方面提出了许多建设性意见,但在笔者看来,这些政策建议是治标不治本的,只要企业的市场退出问题没有得到解决,企业预算约束始终硬不起来,现在存在的问题将来照样存在,问题并没有得到解决。因此,要硬化企业预算约束,必须首先解决企业的市场退出问题。

从经济学的角度来看,企业的市场退出能够实现存量资产的流动与重组,有利于充分利用社会资源,并且通过对企业形成外在压力促进企业提高经济效率,但在实践中还取决于技术可行性、社会承受能力特别是政府对于稳定与发展的权衡等多方面的制约。事实上,有关企业破产、兼并等问题早在80年代中后期就已提出,但实施起来比较缓慢,除技术和财力上的困难外,还由于两个认识上的原因:一是担心引起国有资产流失,二是担心引起社会不稳定。诚然,在企业破产和被兼并的过程中不可避免地会引起一部分国有资产流失,但只要政府严加控制,至少可以把由于人为因素引起的国有资产流失控制在最小限度之内;另一方面,如果这些低效企业在政府的资助下继续生存下去,政府就不得不追加投入(显然还是低效或无效投入),不仅企业现有存量资产得不到有效利用,而且,国有资产(包括追加的投入)仍然可以通过收入分配等多种渠道流失掉,到头来政府还得解决与现在同样的问题,而且到企业设备老化、技术老化时对企业的所有投入已是消耗殆尽,这里的国有资产流失恐怕比现在解决要多得多。关于后一个问题,存在两种选择:现在解决的会产生一些社会不安定因素,但总是可以解决的,而且,我们并不主张所有该破产的企业一古脑儿都破掉,而是要逐步解决,并坚持能并的就不破,这样问题就不大,国家和老百姓承担的成本不是很高,还是可以接受的,当然,在所有该退出市场的企业中,孰先孰后的选择上难免会有不公正现象,这也是没有办法的事;另一种选择是现在想方设法维持下去,把问题留到以后再找合适的机会解决,现在是不会存在由于企业退出市场而引起的诸多问题,但这些企业的低效益同样会引发很多社会不安定因素(如收入分配悬殊等),而且,问题越拖到后来越复杂也越难解决,最可怕的是累积到最后一次性强制解决,由全体社会成员一次性承担全部成本,这会引起巨大的社会动荡。显然,问题解决得越早越彻底越好,越符合国家和社会的利益。

· 考虑到国家和社会的承受能力,我们主张对那些已达到破产边界又无法生存下去的企业有计划有步骤地逐步进行破产或兼并,并优先考虑企业兼并。可以考虑以下方案:一是一些尚有潜力的企业通过兼并嫁接给效益较好的企业或企业集团,壮大并入方的实力并可以实现规模经济,这类企业实质上是通过兼并以另一种方式生存下来并提高了效率,当然这种嫁接要根据双方自愿,强制的嫁接会使效益差的企业拖垮效益好的企业;二是一些中小企业可以出售给本企业职工,而把收回的资金用于投放其他企业,如山东诸城的做法;三是对于那些既不能售又没有生存价值的企业,就只能破产,其资产处置收入除先用于安置职工,余下的转投于其他有前途的企业。在企业兼并和破产的过程中,政府要加强监督以防止国有资产的人为流失并充分保障债权人、投资者、企业职工等各方的利益。

解决现有企业市场退出、硬化企业预算约束还需要一些配套改革：一是大力发展资本市场和投资银行业务，为存量资产的流动与重组提供中介、创造条件，并鼓励商业银行积极参与企业重组；二是发展资产评估、社会审计、法律服务等中介机构以保证有关各方的权益；三是改革现行社会保障制度，使之更有效地发挥作用；四是发展职业介绍所、就业培训机构，为下岗职工再就业创造条件，当然，就业问题最终要靠经济发展提供更多的就业机会来解决。

2. 把现行融资机制由资金供给制逐步改变为资金借贷制。我国计划经济体制下是靠行政性手段进行信贷资源配置的(体现为指令性的信贷计划)，在这种方式下，一些企业无权获得信贷而另一些企业则由银行指令性计划保证其资金需要。改革开放以来，这种融资机制已有所改变，中央不再以指令性计划保障企业的资金需要，另一方面，随着经济和行政分权化的发展，地方政府和企业主管部门对银行的干预有所强化，“戴帽贷款”、“现场办公贷款”等层出不穷，而且中央政府也没有完全放弃指令性控制，也不时指令银行发放“安定团结贷款”、清欠贷款等，因此，传统的资金供给制的融资机制并无本质的改变，只是换了一种方式而已。这与市场经济所要求的资金借贷制的融资机制是不相容的，也妨碍了政府运用利率等经济手段调节经济的政策效果。目前利率政策无效的根本原因在于具有信贷可得性的企业大多利率弹性低，而那些利率弹性相对较高的企业又大多没有信贷可得性，要提高利率政策有效性，除硬化企业预算约束外，还要对利率弹性高的企业赋予更多的信贷可得性，要求信贷资金的供给不再依靠行政性手段进行配给而更主要地由银行自主供给。

在利率受到管制的情况下，银行每年的信贷规模可分为两个部分，分别按供给制和借贷制方式供应并分别考核；前者采用资金供给制方式，按计划供应和考核，后者则由银行自主分配，以坏帐率进行考核；随着企业机制的完善和利率弹性的提高，前者的比重将逐渐减少而后者比重逐渐增加。采用供给制方式供应的信贷资金主要用于两方面：对于国家要确保的基础设施、基础产业和具有自然垄断性质企业的合理资金需求，银行全额保证供给；对于其他一般企业的合理资金需求，银行只供给一部分，其余部分或者在借贷制部分竞争性取得，或者从其他融资渠道取得。改革开放以来，城乡居民个人收入的提高、市场经济的横向发展为融资市场化提供了可能，企业除向银行借款外，也可以采用发行债券、股票等方式面向市场(包括企业外部市场和企业内部市场即面向本企业职工)筹集资金，尽管如此，那些效益不好、前景欠佳的企业可能在筹资方面依然面临巨大的困难而被迫破产或被兼并，这是很自然的。但在融资市场化的条件下，中央银行应加强各种融资方式的管理以规范其发展。

3. 重塑银企关系，加强银行对企业的监督。前已述及，在利率受到管制时，银行竞争性分配资金时只能选择风险最小的企业，但这是以银行能够识别借款人品质的“好”“坏”为前提。在信息不完备的情况下，银行仅根据借款人过去的财务报表、信用等级、违约情况等外部信息是难于识别借款人“好”“坏”的，银行还必须尽可能多地取得与企业日常经营或与特定投资项目有关的各种内部信息，为此，就要强化银行对企业的监督，但这种监督不同于传统计划经济时代的行政性监督，而是银行作为潜在的贷款人为取得与特定借贷决策相关的各种信息或者作为现实的债权人保障其自身利益而采取的一种经济性“监督”，这种“监督”是弥补信息不完备和防止道德风险(Moral Hazard)的必要措施，与市场经济所要求的平等的银企关系是并行不悖的。

4. 利率管理体制自身也要进行改革。理想的境界当然是利率市场化：利率由市场供求决定，政府(中央银行)运用货币政策工具进行间接调控。但这一理想境界在现阶段并不适宜，理

由是：在微观主体约束机制不健全时往往存在虚假的货币需求，利率放开并不能形成真正的市场价格而只能是虚假价格信号(False Prices)，此其一；其二，这种虚假价格信号将使稳健的投资者在价格上处于不利地位而被逐出信贷市场，那些冒险的投资者因敢于支付较高利率而往往易于取得信贷，这会鼓励道德风险并损坏社会投资机制；其三，我国中央银行目前也不具备运用法定准备金率、再贴现率、公开市场业务等货币政策工具间接调控经济的技术能力和经验；此外，金融宏观决策所必需的信息系统也有一个逐步建立和完善的过程。显然，在短期内较大幅度地放松利率管制是不现实的。

在利率管理体制改革方面，目前只能作些改进：一是中央银行继续根据宏观经济形势灵活调整利率，为以后进行间接调控作技术准备和积累经验；二是规范和发展同业拆借市场以形成对利率体系有统率和指导作用的基准利率；三是赋予商业性金融机构一定的利率自主权，允许它们在一定范围内自主决定利率高低，但要改变目前对不同的金融机构实行有差别的利率自主权的做法，以防止它们利用利差进行违规操作<sup>②</sup>；四是在适当下放利率自主权的同时，中央银行应加强对商业性金融机构监督检查、包括对执行利率政策情况的监督检查，这在市场化过程中是不可缺少的；此外，中央银行要加快建立和完善金融宏观决策所需的信息系统，为运用利率政策调控经济作好物质基础准备。

注：①在本文中，一般地，我们并没有把政府不适当的干预作为利率政策失效的独立原因，这一原因已体现在信贷配给、微观基础缺乏、利率管理体制僵化之中，并且，我们把信贷配给作为一个既定前提。

②对特定金融机构更适宜体现在税收、存款准备金率、坏帐准备率等方面，这只是作者的一孔之见。

## 稿 约

《财经研究》是综合性经济理论刊物，国内外公开发行。创刊以来，深受经济理论界和实际工作部门的欢迎。所发表的论文被转载、转摘和引用的比率较高、影响颇大，并在有关单位所作的经济学核心期刊测定中，名列全国经济类期刊的前茅。

《财经研究》愿为大胆探索、有所创见的理论工作者和实际工作者提供发表独到见解的园地，对各种来稿在篇幅上不设严格限制。本刊对来稿将唯质是取。欢迎新老作者赐稿。

来稿请用横格稿纸誊写清楚，使用规范的简化汉字和标点符号。打印稿或复印稿须写明“专投”两字。为与国际惯例相符，请在文后附上主要参考文献。凡符合此要求者，优先采用。

来稿请寄本刊编辑部，不要寄给个人，以免延误和遗失。本刊实行三审定稿制。投稿后3个月未收到采用通知书，作者可另行处理。来稿一经刊载，即奉稿酬并样刊两册。

编辑部地址：上海市国定路777号 上海财经大学

邮政编码：200433

电 话：65111000×2823